PRB 05-26E

Library of Parliament / Bibliothèque du Parlement

DUAL-CLASS SHARE STRUCTURES AND BEST PRACTICES IN CORPORATE GOVERNANCE

Tara Gray
Economics Division

18 August 2005

PARLIAMENTARY INFORMATION AND RESEARCH SERVICE
SERVICE D'INFORMATION ET DE RECHERCHE PARLEMENTAIRES

106-01808/

The Parliamentary Information and Research Service of the Library of Parliament works exclusively for Parliament, conducting research and providing information for Committees and Members of the Senate and the House of Commons. This service is extended without partisan bias in such forms as Reports, Background Papers and Issue Reviews. Analysts in the Service are also available for personal consultation in their respective fields of expertise.

CE DOCUMENT EST AUSSI PUBLIÉ EN FRANÇAIS

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

TABLE OF CONTENTS

	Page
INTRODUCTION	1
CORPORATE GOVERNANCE AND SHAREHOLDER RIGHTS	2
WHAT ARE DUAL-CLASS SHARE STRUCTURES?	2
EMERGENCE AND PREVALENCE	4
BENEFITS	5
DISADVANTAGES	6
REGULATORY ENVIRONMENT	8
RECENT DEVELOPMENTS	9
CONCLUSION	10

CANADA

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

DUAL-CLASS SHARE STRUCTURES AND BEST PRACTICES IN CORPORATE GOVERNANCE

INTRODUCTION

Until recently, corporate governance practices were not considered to have a major impact on a company's financial performance; as a consequence, they drew little attention from investors. However, recent corporate scandals such as those at Hollinger Inc. in Canada, Enron in the United States, and Parmalat in Italy, have prompted investors to put a greater premium on transparency, accountability, and other sound governance practices. These scandals illustrate how the absence of effective corporate control can put a company and its investors at great risk – a matter of particular importance in Canada, where 46% of the population owns shares, whether directly or indirectly via mutual funds or superannuation funds.[1] Today, higher standards of corporate governance are becoming obligatory for public companies wanting to maintain investor confidence and improve long-term performance.

Broadly, corporate governance systems comprise the framework of rules, relationships, systems and processes an organization has in place for overseeing its direction and management. An important aspect of best practices in corporate governance deals with shareholder rights. This paper discusses shareholder rights, focusing on the issues raised by dual-class share structures. It examines their prevalence in Canada and the reason for their emergence, as well as their concentration in certain sectors. It also considers their advantages and disadvantages, as well as recent changes to the regulatory environment that may serve to diminish their use.

---

(1) According to the Toronto Stock Exchange, 2002.

CORPORATE GOVERNANCE AND SHAREHOLDER RIGHTS

By their nature, public companies are characterized by a separation of ownership from control. In return for their equity, the owners (shareholders) profit from a company's performance through price appreciation and dividend distribution. Shareholders delegate decision-making rights to a board of directors; directors, in turn, delegate day-to-day responsibilities to the corporate managers.

As a result of this separation of ownership from control, a system of corporate governance is necessary to align the incentives of all groups. Sound governance practices can protect shareholders and the value of their investment in the company by holding managers accountable, and ensuring that directors and management act in the shareholders' best interests.

Typical best practices in corporate governance include a requirement that the board of directors be composed of a majority of independent (i.e., outside), non-executive directors, as well as a separation of the roles of Chief Executive Officer and Chairperson of the Board. Systems should be in place to ensure full and proper disclosure of financial information and executive compensation. Other processes should be put into place to limit management power and ownership concentration.

One of the most effective means of controlling management's behaviour is to grant shareholders the right to vote on major issues. Normally, these rights are proportionate to the shareholder's equity stake in the company. Common voting rights include the right to elect directors and the Chairperson, and the right to vote on proposals for fundamental changes affecting the company, such as mergers or liquidation. Other rights may include the right to vote on equity-based compensation plans and approve senior executive appointments. It is these rights that are often severely limited under governance systems that allow dual-class share structures.

WHAT ARE DUAL-CLASS SHARE STRUCTURES?

Many company founders wish to avoid the dilution of control that normally accompanies the public issuance of shares. One mechanism at their disposal is to issue different classes of shares that confer different voting rights on the holder. These are known as dual-class

share structures, or, alternatively, as restricted- or subordinate-voting share structures. Note that this is substantially different from the situation where one group of shareholders or a single shareholder holds a significantly large share position to control the company. In this latter case, control is proportionate to the financial risk conferred by share ownership. In contrast, dual-class share structures alter the normal 1:1 relationship between cash flow rights and voting rights.

A wide range of dual-class structures exist. In some cases, the superior class allows multiple votes per share; in others, the superior class carries only a single vote per share while the inferior shares are non-voting. Restricted-voting structures that confer special voting rights on the superior-class shareholder, such as the right to elect a certain number of board members or approve executive compensation plans, are also possible. So are various other types of dual-class structures. Essentially, the term covers any structure that confers a disproportionate amount of control on one group of shareholders in relation to their equity participation in the company.

As an incentive to investors, subordinated shares often pay higher dividends and are generally more liquid – that is, they can be bought and sold more readily on public stock exchanges – than shares that have superior voting rights. Conversely, superior shares normally trade at a premium over subordinated shares (should they trade at all), reflecting the greater degree of control over the company conferred by the distinct voting rights.

Table 1

Share Identification on the Toronto Stock Exchange

Symbol	Type	Description
NV	Non-voting shares	Shares which have no right to vote, or a right to vote only in certain limited circumstances.
MV	Multiple-voting shares	Shares which have more votes than the issuer's standard voting shares.
SV	Subordinate-voting shares	Shares which carry a right to vote, where there is another class or classes of shares outstanding that carry a greater voting right on a per-share basis.
LV	Limited-voting shares	Shares which have the right to vote only in certain limited circumstances.
RV	Restricted-voting shares	Shares which carry a right to vote, subject to some restriction on the number or percentage of shares that may be voted by the owner.

Source: Toronto Stock Exchange.

EMERGENCE AND PREVALENCE

Over the past 30 years, Canadian companies have made growing use of dual-class share structures in financing their operations. The incidence of superior voting shares in Toronto Stock Exchange (TSX) companies rose from 5% in 1975 to over 15% in 1987.[2] While there are indications that the use of dual-class share structures in Canada has peaked, currently an estimated 20% to 25% of companies listed on the TSX make use of some form of dual-class share structure or special voting rights.[3] In comparison, in the United States, where rules on dual-class shares are much more restrictive and investor opposition is more vocal, just over 2% of companies issue restricted shares.[4]

Examples of this practice include some of Canada's most renowned and largest companies: Bombardier Inc., Magna International Inc., Rogers Communications Inc., Shaw Communications Inc., Alliance Atlantis Communications Inc., Power Corporation, Telus Corporation, Quebecor, and Onex Corp., to name only a few. Magna International Inc., for instance, issues both Class A subordinate-voting shares and Class B shares. Class B shares carry 500 votes for every one Class A share vote. This structure has allowed Magna's founder and Chairman to maintain control over the company with just 3.4% of the company's equity.

Dual-class share structures emerged in these companies for a variety of reasons. Historically, Canadian companies issued shares with multiple voting rights to preserve family control while gaining access to capital in public equity markets. To retain voting control over the firm, the family kept the high-voting stock for themselves and sold the restricted-voting shares to the public. Even today, these structures are common among family businesses that wish to go public, and often represent a transitional phase between private and full public ownership. As the company grows, controlling shareholders may opt to move to more equitable voting structures in a bid to build a larger investor base.

---

(2) Randall Morck, "The Market and the Closely Held Corporation in Canada: The Implications of Concentrated Share Ownership for Corporate Performance," *Canadian Investment Review*, Vol. 9, Issue 1, Spring 1996.

(3) Elizabeth Church, "Special Class Shares Hard to Give Up," *The Globe and Mail* [Toronto], 25 September 2003.

(4) The New York Stock Exchange allows U.S. companies to list dual-class voting shares. Once shares are listed, however, companies cannot reduce or restrict the voting rights of the existing shares or issue a new class of superior voting shares.

Past restrictions on foreign investment also served to encourage the use of dual-class share structures. For example, the 1967 revision to the *Bank Act* bestowed a 10% voting cap on all chartered banks and capped aggregate foreign ownership at 25%. While some of these restrictions have been lifted, the federal government continues to limit the level of foreign ownership of companies in various regulated sectors, including telecommunications, broadcasting, media and entertainment, and airlines. Even now, companies that use dual-class shares tend to be largely concentrated in these sectors. These companies often justify the continued use of such structures by the need to avoid violating foreign-ownership restrictions, while attracting adequate equity investment from foreigners.(5)

An additional explanation as to why companies that favour dual-class share structures are concentrated in the broadcasting and cable industries relates to the takeover protection conferred by subordinated voting. The existence of a large control block of shares makes it difficult for an investor to mount a hostile takeover of a firm. Since government regulators provide a limited number of broadcast licences, often the only method of obtaining a licence is to take over an existing company. Thus, it is argued that licensed firms have a greater incentive to protect themselves by issuing dual-class shares. Additionally, it is often the case that dominant individuals and families have played a significant role in the foundation and growth of the major cable and media firms in Canada.(6)

BENEFITS

Dual-class share structures have persisted despite growing opposition from shareholder groups. Controlling shareholders argue their benefits, reasoning that these structures can insulate the company from the need to meet short-term financial expectations which can be detrimental to building long-term value. Company founders reluctant to use debt financing see these structures as a way to grow the company without giving up control. With no takeovers to worry about, founders also are more likely to remain in charge and benefit shareholders with their skills and expertise. Entrepreneurship is encouraged by ensuring that founders reap future benefits from their efforts, instead of having subsequent shareholders capture the company's

---

(5) Morck (1996).

(6) Andrew Osterland, "Class Struggle," *CFO Magazine*, October 2001.

gains. Damaging behaviour on the part of superior-class shareholders may be curtailed by the fact that controlling shareholders have an interest in maintaining a good reputation among investors in case they need to raise additional equity. Founding families who hold the majority of the voting power also have an incentive to bequeath a valuable asset to their offspring and relatives.(7)

Undeniably, some of the best-performing companies in their sectors in Canada have multiple-voting share structures. In this respect, not all shareholders, and in particular individual small investors, are concerned with the voting rights attached to a share. They may be more interested in the potential of sharing the company's wealth or trading on future prospects by buying cheaper, subordinated shares.

DISADVANTAGES

Despite the potential benefits, opposition to share structures with inequitable voting rights is growing, led by large institutional investors. Proxy voting guidelines of the largest pension funds in the country, including the Canada Pension Plan Investment Board, the Ontario Teachers' Pension Plan, the Ontario Municipal Employees' Retirement System, and the British Columbia Investment Management Corporation, all support single-class share structures. The Canadian Coalition on Good Governance, formed by 23 of Canada's leading institutional investors with a combined $400 billion in assets, is also opposed to dual-class share structures. These investors believe that dual-class shares disadvantage public shareholders by contributing to poor overall corporate governance. The Canadian Coalition on Good Governance believes that "any corporate governance regime is suspect if all the structures, protections and processes can be negated by a voting interest well beyond the economic interest."(8)

First, these structures are alleged to be unfair because they confer economic power on a select few superior-class shareholders while permitting them to pass off the majority of the financial risk. Second, detractors believe that in many cases, favoured insiders and superior-class shareholders are able to expropriate funds from those holding lesser voting shares through self-dealing, extravagant executive pay, and overly generous bonuses and stock option plans. Superior-class shareholders may also direct the company's cash flow to personal projects

---

(7) George Bragues, "Dual shares do work: Shareholder democracy has no place in equity markets," *National Post*, 20 May 2004.

(8) Canadian Coalition on Good Governance, http://www.ccgg.ca.

unrelated to the core business. The third concern centres on accountability. Subordinated voting arrangements can entrench poorly performing management and insulate managers from accountability for their actions, since the dual-class structures preclude shareholders from mounting successful challenges. This is especially problematic in situations where the founder is both the Chief Executive Officer and Chair of the Board.

Finally, some studies have shown that, as an investment, dual-class share structures tend to underperform single-class structures over time. These studies found that firms with stronger shareholder rights have higher firm value, higher profits, higher sales growth and lower capital expenditures, and made fewer corporate acquisitions. A 1996 study by Toronto-based Burgundy Asset Management Ltd. found that the profitability of Canadian dual-class firms was significantly below that of their U.S. rivals in the same industries, and also below that of Canadian companies with conventional voting rights. The study estimated that the shortfall was in the order of 0.5% to 0.7% annually.(9) While minimal on an annual basis, over time this difference is significant. A U.S. study found investors that sold U.S. companies with the weakest shareholder rights and bought those with the strongest shareholder rights earned an additional return as high as 8.5%.(10)

Hollinger International Inc. presents an extreme example of the detrimental effects of dual-class share structures. Former Chief Executive Officer Conrad Black controlled all of the company's Class B shares, which gave him 30% of the equity and 73% of the voting power. Holders of publicly traded shares of Hollinger had limited rights to make decisions in terms of executive compensation, board appointments, and mergers and acquisitions. According to a report made public by the Securities and Exchange Commission, Mr. Black appointed the majority of board members, who, in turn, were unlikely or unwilling to oppose his authority. The same report found that Mr. Black exacted excessive management fees, consulting payments, and personal dividends from the company. In all, the aggregate funds taken by Mr. Black and Hollinger's other chief executives were estimated at 95.2% of Hollinger's entire adjusted net income during 1997-2003, sums in excess of $400 million.(11)

---

(9) Burgundy Asset Management Ltd., *Second Class Owners?* http://www.burgundy-asset.com/sept-96.asp.

(10) Paul A. Gompers, Andrew Metrick, and Joy L. Ishii, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, Issue 1, February 2003, pp. 107-155.

(11) On 31 August 2004, the U.S. Securities and Exchange Commission made public a report by a special committee of Hollinger International. The report is available at: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/868512/000095012304010413/y01437exv99w2.htm.

REGULATORY ENVIRONMENT

In Canada, securities regulation is the responsibility of the provinces, although the federal government regulates ownership of companies in various sectors. At the provincial level, there are no legal prohibitions on dual-class share structures for companies issuing stock, nor does the Toronto Stock Exchange impose any outright restrictions. This may be a result of the historically weak corporate governance laws in Canada – a situation that is in part due to the fragmentation of the regulatory system. Provincial securities commissions were not established until the 1930s; for much of the last century, corporate disclosure was piecemeal and trading on insider information was legal. It was only in the mid-1960s that the Ontario Securities Commission (OSC) mandated standardized disclosure and moved to curtail insider trading. It is important to note, however, that the financial regulatory system is improving. Through the efforts of the Canadian Securities Association, an informal body made up of representatives of the 13 provincial and territorial securities regulators, Canada is moving towards strengthening and consolidating its regulatory regime.[12]

Since the 1960s, shareholder rights have slowly been gaining recognition across Canada, leading the TSX and the OSC to introduce provisions designed to protect the rights of holders of subordinated shares. In 1987, the TSX required listed companies with dual-class share structures to provide takeover protection (known as a "coat-tail protection") to holders of non-voting or restricted-voting shares. Coat-tail provisions generally permit holders of non-voting or restricted-voting shares to participate equally with the holders of the superior-voting shares in a formal bid for superior-voting shares.

Later, the OSC established the rights of restricted-voting shareholders to receive the same information received by those holding superior-class shares, and the right to attend shareholders' meetings. Moreover, reorganizations or reclassifications of common shares into restricted-voting shares must have the approval of the majority of the minority shareholders.

---

(12) For more detail, please refer to Tara Gray and Andrew Kitching, *Reforming Canadian Securities Regulation*, PRB 05-28E, Parliamentary Information and Research Service, Library of Parliament, Ottawa, August 2005.

More recently, the TSX moved to provide more transparency in the marketplace by creating new stock symbol designations for company shares with different voting rights. Stock symbols on the TSX now indicate whether the shares have multiple votes, single votes or no votes, or if other share classes offer more influential voting rights. The OSC also requires issuers of subordinated stock to clearly identify the shares as having restricted voting rights.

RECENT DEVELOPMENTS

Changes in the regulatory environment proposed by the 2005 Budget may lead to a further decline in restricted share use. Until recently, at least 70% of the assets of Canadian tax-exempt funds, such as superannuation plans and individual registered retirement pension plans, were required to be invested in Canada. This limitation had narrowed the investment options for pension funds, leading them to choose dual-class share structure companies in order to maintain adequate diversity in their portfolios.[13] With these restrictions lifted, there is reason to believe that investors will choose to invest in companies outside Canada with greater shareholder rights and, by implication, stronger governance practices. Canadian corporations may face particular pressure to abandon dual-class structures in order to maintain their institutional investor base.

The passage of the Sarbanes-Oxley Act (SOX) in the United States in 2002 may also lead to a decline in restricted share use in Canada at any rate for larger Canadian companies, as most are inter-listed on U.S. exchanges. SOX introduced an extensive collection of corporate governance and disclosure reforms in the United States, including mandated increased disclosure, new board oversight provisions, and improved internal controls. Most of these new requirements will also apply to Canadian companies that have securities listed on a U.S. stock exchange. While SOX does not explicitly address share structures, the greater emphasis on best practices in corporate governance and greater scrutiny has led some U.S. companies to abandon dual-class shares. To maintain investor confidence, Canadian issuers are finding it in their best interest to align themselves with best practices in U.S. capital markets. Regulators are introducing new measures designed to strengthen the Canadian corporate governance and disclosure regime.

---

(13) Shareholder Association for Research and Education, *Second Class Investors: The Use and Abuse of Subordinated Shares in Canada*, April 2004.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

CONCLUSION

While dual-class share structures have some demonstrated benefits, investor opposition is growing. Ultimately, the market will decide whether these structures persist. Changes to the regulatory environment now mean that investors are no longer limited to a narrow universe of Canadian companies and have the opportunity to "vote with their feet." Should the market value sound governance practices, including greater shareholder rights, more Canadian companies will undoubtedly follow suit. For now, most of the investor opposition resides with the large institutional investors. Individual investors seem willing to be disenfranchised – as long as the stock performs well. And, with stock markets in Canada strongly outperforming those in the United States, individuals and institutions seem content to invest in Canada, regardless of their opposition to dual-class structures.

PRB 05-26F

Library of Parliament
Bibliothèque du Parlement

STRUCTURES À DEUX CATÉGORIES D'ACTIONS ET PRATIQUES EXEMPLAIRES EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Tara Gray
Division de l'économie

Le 18 août 2005

PARLIAMENTARY INFORMATION AND RESEARCH SERVICE
SERVICE D'INFORMATION ET DE RECHERCHE PARLEMENTAIRES

Le Service d'information et de recherche parlementaires de la Bibliothèque du Parlement travaille exclusivement pour le Parlement, effectuant des recherches et fournissant des informations aux parlementaires et aux comités du Sénat et de la Chambre des communes. Entre autres services non partisans, elle assure la rédaction de rapports, de documents de travail et de bulletins d'actualité. Les analystes peuvent en outre donner des consultations dans leurs domaines de compétence.

THIS DOCUMENT IS ALSO PUBLISHED IN ENGLISH

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

TABLE DES MATIÈRES

	Page
INTRODUCTION	1
GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET DROITS DES ACTIONNAIRES	2
STRUCTURES À DEUX CATÉGORIES D'ACTIONS	3
ÉMERGENCE ET PRÉSENCE	4
AVANTAGES	6
DÉSAVANTAGES	7
CADRE RÉGLEMENTAIRE	9
DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS	10
CONCLUSION	11

CANADA

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

STRUCTURES À DEUX CATÉGORIES D'ACTIONS ET PRATIQUES EXEMPLAIRES EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

INTRODUCTION

Jusqu'à récemment, on estimait que les pratiques de gouvernance d'entreprise n'avaient pas une incidence considérable sur le rendement financier d'une entreprise. De ce fait, ces pratiques attiraient peu l'attention des investisseurs. Toutefois, certains scandales récents, notamment chez Hollinger au Canada, Enron aux États-Unis et Parmalat en Italie, ont amené les investisseurs à accorder une plus grande valeur à la transparence, à la reddition de comptes et à d'autres saines pratiques de gestion d'entreprise. Ces scandales illustrent la façon dont l'absence de contrôle efficace peut rendre une entreprise et ses investisseurs plus vulnérables – question d'importance particulière au Canada, où 46 p. 100 de la population possède des actions, de manière directe ou indirecte, dans des fonds mutuels ou des caisses de retraite[1]. Aujourd'hui, des normes plus élevées en matière de gouvernance d'entreprise deviennent incontournables pour les sociétés cotées en bourse désireuses de conserver la confiance des investisseurs et d'améliorer leur rendement à long terme.

De façon générale, le cadre de gouvernance d'entreprise comprend les règles, les rapports, les systèmes et les processus qu'une organisation a mis en place pour superviser sa direction et sa gestion. Un important aspect des pratiques exemplaires en matière de gouvernance d'entreprise porte sur les droits des actionnaires. Le présent document traite des droits des actionnaires et plus particulièrement des questions liées aux structures à deux catégories d'actions. Il examine la présence de ces structures au Canada, de la raison de leur apparition et de leur concentration dans certains secteurs. De plus, il analyse leurs avantages et leurs désavantages, ainsi que les récentes modifications apportées au cadre réglementaire qui pourront en réduire l'utilisation.

---

(1) Selon la Bourse de Toronto, 2002.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET DROITS DES ACTIONNAIRES

Par définition, les sociétés cotées en bourse se caractérisent par une séparation de la propriété et du contrôle. En contrepartie de leurs capitaux, les propriétaires (actionnaires) bénéficient du rendement d'une entreprise par l'augmentation de la valeur et la distribution de dividendes. Les actionnaires délèguent les droits de décision à un conseil d'administration dont les membres, à leur tour, délèguent les responsabilités quotidiennes aux gestionnaires de l'entreprise.

Du fait de cette séparation entre la propriété et le contrôle, un système de gouvernance d'entreprise s'impose pour mettre les intérêts de tous les groupes au diapason. De saines pratiques de gestion peuvent protéger les actionnaires et la valeur de leur investissement dans l'entreprise en obligeant les gestionnaires à rendre des comptes et en faisant en sorte que le conseil d'administration et la direction agissent dans le meilleur intérêt des actionnaires.

En règle générale, les pratiques exemplaires de gouvernance d'entreprise exigent notamment l'indépendance du conseil d'administration par rapport à la direction, c'est-à-dire un conseil composé d'une majorité de membres de l'extérieur de l'entreprise, et la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration. Des systèmes doivent être en place pour assurer une divulgation entière et adéquate des renseignements financiers et de la rémunération des cadres supérieurs. D'autres processus doivent être mis en place pour limiter le pouvoir de la direction et la concentration de la propriété.

Un des moyens les plus efficaces de superviser le comportement de la direction d'une entreprise est d'accorder à ses actionnaires le droit de vote concernant de grandes questions. Normalement, ces droits sont proportionnels à la participation en capital des actionnaires dans l'entreprise. Le droit de vote ordinaire donne notamment le droit d'élire les membres et le président du conseil d'administration et le droit de se prononcer sur des propositions de changement important ayant une incidence sur l'entreprise, comme une fusion ou une liquidation. Les actionnaires peuvent également avoir le droit de voter au sujet des régimes de rémunération en options d'achat d'actions et d'approuver la nomination de cadres supérieurs. Cependant, ces droits sont souvent sérieusement limités par des systèmes de gouvernance d'entreprise qui permettent l'existence de structures à deux catégories d'actions.

STRUCTURES À DEUX CATÉGORIES D'ACTIONS

Nombre de fondateurs d'entreprises souhaitent éviter la dilution de contrôle qui accompagne normalement l'émission publique d'actions. Un des mécanismes à leur disposition est l'émission de différentes catégories d'actions qui confèrent aux détenteurs différents droits de vote. On parle alors de structures à deux catégories d'actions ou de structures à actions avec droit de vote restreint ou subalterne. Il est à noter que ces structures diffèrent substantiellement de celles où un groupe d'actionnaires ou un seul actionnaire détient une part assez considérable d'actions pour avoir le contrôle de l'entreprise, situations où le contrôle est proportionnel au risque financier conféré par la propriété des actions. En revanche, les structures à deux catégories d'actions modifient le rapport normal d'équivalence stricte entre les droits assortis au capital social et les droits de vote.

Il existe une vaste gamme de structures à deux catégories d'actions. Dans certains cas, les actions de catégorie supérieure confèrent un droit de vote multiple par action, alors que dans d'autres cas, elles ne confèrent qu'un seul vote par action et les actions de catégorie inférieure ne confèrent aucun droit de vote. Sont également possibles des structures d'actions à droit de vote restreint, qui confèrent des droits de vote spéciaux aux détenteurs d'actions de catégorie supérieure, par exemple le droit d'élire un certain nombre de membres du conseil d'administration ou d'approuver les régimes de rémunération des cadres supérieurs. Il y a aussi divers autres types de structures à deux catégories d'actions. Essentiellement, le terme désigne toute structure qui confère un contrôle disproportionné à un groupe d'actionnaires par rapport à sa participation dans l'entreprise.

Pour attirer les investisseurs, les actions avec droit de vote subalterne comportent souvent des dividendes plus élevés et sont généralement plus liquides – autrement dit, elles peuvent être achetées ou vendues plus facilement en bourse – que les actions conférant un droit de vote supérieur. En revanche, les actions à droit de vote supérieur sont échangées à un cours plus élevé par rapport aux actions avec droit de vote subalterne (si elles sont échangées), ce qui reflète le plus grand niveau de contrôle de l'entreprise que confèrent les droits de vote distincts.

Tableau 1

Désignation des titres à la Bourse de Toronto

Symbole	Type	Description
NV	Actions sans droit de vote	Actions sans droit de vote ou avec droit de vote uniquement dans certaines circonstances limitées.
MV	Actions à droit de vote multiple	Actions conférant davantage de votes que les actions votantes standard de l'émetteur.
SV	Actions à droit de vote subalterne	Actions conférant un droit de vote dans une structure où une ou d'autres catégories d'actions confèrent un droit de vote prépondérant par action.
LV	Actions à droit de vote limité	Actions conférant un droit de vote uniquement dans certaines circonstances limitées.
RV	Actions à droit de vote restreint	Actions conférant un droit de vote faisant l'objet de certaines restrictions quant au nombre ou au pourcentage d'actions donnant droit de vote.

Source : Bourse de Toronto.

ÉMERGENCE ET PRÉSENCE

Depuis une trentaine d'années, les entreprises canadiennes recourent de plus en plus aux structures à deux catégories d'actions pour financer leurs activités. Le pourcentage d'entreprises inscrites à la Bourse de Toronto ayant des actions à droit de vote prépondérant est passé de 5 p. 100 en 1975 à plus de 15 p. 100 en 1987[2]. Certaines données indiquent que le recours à des structures à deux catégories d'actions au Canada a atteint son maximum, et on estime à l'heure actuelle qu'entre 20 et 25 p. 100 des entreprises inscrites à la Bourse de Toronto ont recours à une structure à deux catégories d'actions ou à des droits de vote spéciaux[3]. En revanche, aux États-Unis, où les règles visant les structures à deux catégories d'actions sont nettement plus restrictives et où les investisseurs expriment plus vigoureusement leur opposition, seulement un peu plus de 2 p. 100 des entreprises ont émis des actions subalternes[4].

---

(2) Randall Morck, « The Market and the Closely Held Corporation in Canada: The Implications of Concentrated Share Ownership for Corporate Performance », *Canadian Investment Review*, vol. 9, n° 1, printemps 1996.

(3) Elizabeth Church, « Special Class Shares Hard to Give Up », *The Globe and Mail* [Toronto], 25 septembre 2003.

(4) La Bourse de New York permet aux entreprises américaines cotées en bourse d'inscrire deux catégories d'actions avec droit de vote. Cependant, une fois ces actions inscrites, les entreprises ne peuvent en réduire ou en restreindre les droits de vote qui y sont associés ou émettre une nouvelle catégorie d'actions conférant un droit de vote supérieur.

Certaines des entreprises canadiennes les plus connues et les plus grandes recourent à cette pratique, notamment Bombardier, Magna International, Rogers Communications, Shaw Communications, Alliance Atlantis Communications, Power Corporation du Canada, Telus, Québecor et Onex. Magna International, par exemple, émet des actions de catégorie A à droit de vote subalterne et des actions de catégorie B. Les actions de catégorie B donnent droit à 500 votes et les actions de catégorie A, à un. Cette structure a permis au fondateur et directeur général de Magna de conserver le contrôle de l'entreprise avec uniquement 3,4 p. 100 des actions.

Diverses raisons ont incité les entreprises précitées à mettre en place des structures à deux catégories d'actions. À l'origine, les entreprises canadiennes émettaient des actions à droit de vote multiple pour maintenir le contrôle familial tout en profitant des capitaux offerts sur les marchés boursiers. Pour conserver une participation majoritaire dans l'entreprise, la famille se réservait les actions à droit de vote prépondérant et vendait au public des actions à droit de vote restreint. Encore aujourd'hui, on trouve couramment ces structures dans les entreprises familiales désireuses de faire un appel public à l'épargne. Ces structures représentent souvent une transition entre la propriété privée et une détention publique complète. Au fur et à mesure que l'entreprise prospère, les actionnaires dominants peuvent opter pour des structures conférant des droits de vote plus équitables pour élargir la clientèle d'investisseurs.

Certaines restrictions antérieures visant les investissements étrangers ont également encouragé le recours à des structures à deux catégories d'actions. Par exemple, en 1967, la révision de la *Loi sur les banques* a fixé un plafond de vote de 10 p. 100 pour toutes les banques à charte et un plafond de propriété étrangère global à 25 p. 100. Certaines de ces restrictions ont été levées, mais, dans divers secteurs réglementés, le gouvernement fédéral continue de limiter le niveau de propriété étrangère des entreprises. C'est notamment le cas pour les télécommunications, la radiotélévision, les médias et les divertissements, de même que pour les transporteurs aériens. Encore aujourd'hui, les entreprises qui ont une structure à deux catégories d'action sont largement concentrées dans ces secteurs. Ces entreprises justifient souvent le maintien de telles structures par nécessité de respecter les restrictions concernant la propriété étrangère, tout en attirant des investissements en capitaux suffisants de l'étranger[5].

---

(5) Morck (1996).

Une autre explication de la concentration des entreprises qui privilégient les structures à deux catégories d'actions dans les secteurs de la radiotélévision et de la câblodistribution tient à la protection contre les prises de contrôle que confèrent les actions à droit de vote subalterne. L'existence d'un large bloc d'actions de contrôle complique la tâche d'un investisseur désireux de faire une offre publique d'achat hostile à l'égard de l'entreprise. Comme les organismes gouvernementaux de réglementation offrent un nombre limité de licences de radiodiffusion, souvent, la seule façon d'obtenir une licence est de prendre le contrôle d'une entreprise existante. Ainsi, on soutient que les entreprises qui possèdent une licence ont davantage de motifs de se protéger en émettant deux catégories d'actions. En outre, dans bien des cas, des familles et des particuliers dominants ont joué un rôle considérable dans la fondation et la croissance des principales sociétés de câblodistribution et de médias au Canada[6].

AVANTAGES

Les structures à deux catégories d'actions se sont maintenues en dépit d'une opposition grandissante de la part des groupes d'actionnaires. Les actionnaires dominants en justifient les avantages en soutenant que ces structures peuvent éviter à l'entreprise d'avoir à répondre à certaines attentes financières immédiates, lesquelles peuvent nuire à sa valeur à long terme. Les fondateurs d'entreprises réticents à recourir au financement par emprunt considèrent ces structures comme un moyen de faire croître l'entreprise sans en céder le contrôle. N'ayant pas à craindre une prise de contrôle, les fondateurs sont également plus susceptibles de rester aux commandes de l'entreprise et de faire bénéficier les actionnaires de leurs compétences et de leur expertise. Cette formule favorise l'entrepreneuriat en faisant en sorte que ce soient les fondateurs qui recueillent les fruits de leurs efforts, plutôt que les futurs actionnaires. Le fait que les actionnaires dominants ont intérêt à maintenir une bonne réputation auprès des investisseurs au cas où il leur faudrait trouver des capitaux additionnels peut freiner un comportement préjudiciable de la part des actionnaires ayant un droit de vote supérieur. Les familles fondatrices qui détiennent la majorité des droits de vote ont également intérêt à léguer à leurs descendants et à leur famille un actif de poids[7].

---

(6) Andrew Osterland, « Class Struggle », *CFO Magazine*, octobre 2001.

(7) George Bragues, « Dual shares do work: Shareholder democracy has no place in equity markets », *National Post* [Toronto], 20 mai 2004.

Force est de reconnaître que, au Canada, certaines des entreprises les plus performantes dans leurs secteurs présentent une structure d'actions à droit de vote multiple. À cet égard, ce ne sont pas tous les actionnaires, particulièrement les petits investisseurs privés, qui se préoccupent des droits de vote liés aux actions. Ces investisseurs sont vraisemblablement plus intéressés par la possibilité de bénéficier de la richesse de l'entreprise ou de miser sur son avenir en achetant des actions moins chères, à droit de vote subalterne.

DÉSAVANTAGES

En dépit des avantages qu'elles peuvent comporter, les structures qui présentent une inégalité dans les droits de vote suscitent une opposition croissante, principalement de la part des grands investisseurs institutionnels. Dans leurs lignes directrices concernant le vote par procuration, les plus importants fonds de retraite du pays, notamment l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, le Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario et la Investment Management Corporation de la Colombie-Britannique, appuient les structures à une seule catégorie d'actions. La Canadian Coalition on Good Governance, formée des 23 des principaux investisseurs institutionnels du Canada et forte d'un actif combiné de 400 milliards de dollars, s'oppose également aux structures à deux catégories d'actions. Les investisseurs de la coalition estiment que ces structures à deux catégories désavantagent les actionnaires publics parce qu'elles nuisent à la bonne gouvernance d'entreprise en général. La Canadian Coalition on Good Governance soutient qu'un système de gouvernance d'entreprise est suspect si un intérêt votant nettement supérieur à l'intérêt financier peut prévaloir sur toutes les structures, protections et processus[8].

Premièrement, les structures à deux catégories sont considérées inéquitables parce qu'elles confèrent un pouvoir financier à un groupe restreint d'actionnaires ayant un droit de vote supérieur tout en leur permettant d'éviter la plus grande partie du risque financier. Deuxièmement, les opposants à ces structures estiment que, dans nombre de cas, les initiés et les détenteurs d'actions à droit de vote supérieur sont en mesure de s'approprier les fonds des détenteurs d'actions conférant un droit de vote inférieur, au moyen d'opérations avec des

---

(8) Canadian Coalition on Good Governance (http://www.ccgg.ca).

apparentés, d'une rémunération extravagante à titre de dirigeant, de primes trop généreuses et de régimes d'options d'achat d'actions. Les détenteurs d'actions à droit de vote supérieur peuvent également se servir des liquidités de l'entreprise pour financer des projets personnels non liés aux activités principales de celle-ci. Troisièmement, ces structures suscitent des préoccupations en matière de reddition de comptes. Comme les structures à deux catégories d'actions privent les actionnaires de recours, elles peuvent consolider une gestion déficiente et éviter à des gestionnaires d'avoir à rendre des comptes. Ce genre de situation est particulièrement problématique lorsque le fondateur est à la fois directeur général et président du conseil d'administration.

Enfin, certaines études révèlent que, en termes d'investissement, les structures à deux catégories d'actions tendent avec le temps à donner un rendement inférieur à celui des structures à une seule catégorie d'actions. Ces études concluent également que les entreprises où les actionnaires ont des droits de vote plus élevés présentent une valeur supérieure, des bénéfices plus élevés, une plus forte croissance des ventes, des dépenses en capital inférieures et font moins d'acquisitions d'autres entreprises. Une étude réalisée en 1996 par la firme Burgundy Asset Management Ltd., dont le siège social est à Toronto, révèle que la rentabilité des entreprises canadiennes ayant une structure à deux catégories d'actions est nettement inférieure non seulement à celle de ses rivales américaines des mêmes secteurs, mais aussi à celle des entreprises canadiennes dont les actions confèrent un droit de vote conventionnel. Cette étude conclut que l'écart annuel est de l'ordre de 0,5 à 0,7 p. 100[9]. Il s'agit d'un écart minimal sur une base annuelle, mais avec le temps, il devient considérable. Une étude américaine signale que les investisseurs qui ont vendu leur participation dans des entreprises américaines dont les actions conféraient les droits les plus faibles pour acheter des actions d'entreprises accordant des droits plus forts ont réalisé un bénéfice supplémentaire allant jusqu'à 8,5 p. 100[10].

Hollinger International Inc. offre un exemple extrême des effets néfastes liés aux structures à deux catégories d'actions. L'ancien directeur général de l'entreprise, Conrad Black, contrôlait toutes les actions de catégorie B, ce qui lui donnait 30 p. 100 des capitaux propres et 73 p. 100 des droits de vote. Les détenteurs d'actions d'Hollinger émises dans le public avaient un droit limité quant aux décisions concernant la rémunération des dirigeants, les nominations au

---

(9) Burgundy Asset Management Ltd., *Second Class Owners?* (http://www.burgundy-asset.com/sept-96.asp).

(10) Paul A. Gompers, Andrew Metrick et Joy L. Ishii, « Corporate Governance and Equity Prices », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 1, février 2003, p. 107 à 155.

conseil d'administration, les fusions et les acquisitions. Selon un rapport rendu public par la Securities and Exchange Commission des États-Unis, M. Black avait nommé la plupart des membres du conseil d'administration, qui vraisemblablement n'allaient pas contester son pouvoir ou n'y étaient pas disposés. Toujours selon le même rapport, M. Black a extorqué des fonds à l'entreprise sous couvert de frais de gestion, de paiements de consultation et de dividendes personnels excessifs. On estime que M. Black et d'autres dirigeants d'Hollinger auraient en tout extorqué 95,2 p. 100 du revenu net ajusté de l'entreprise entre 1997 et 2003, ce qui représente plus de 400 millions de dollars[11].

CADRE RÉGLEMENTAIRE

Au Canada, la réglementation concernant les valeurs mobilières relève des provinces, bien que le gouvernement fédéral réglemente la propriété des entreprises dans divers secteurs. À l'échelon provincial, aucune interdiction légale ne vise les structures à deux catégories d'actions pour les entreprises qui émettent des actions. La Bourse de Toronto n'impose pas non plus de restrictions précises. Cette situation tient peut-être à la faiblesse historique des lois canadiennes au chapitre de la gouvernance d'entreprise – faiblesse qui s'explique en partie par la fragmentation du système de réglementation. Les commissions provinciales des valeurs mobilières n'ont été créées que dans les années 1930. Pendant la plus grande partie du siècle dernier, la divulgation de renseignements par les sociétés était fragmentaire et les transactions reposant sur de l'information provenant d'initiés étaient légales. Ce n'est qu'au milieu des années 1960 que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a imposé la divulgation normalisée et a pris des dispositions pour freiner les transactions d'initiés. Il est important de noter, toutefois, que le système de réglementation financière s'améliore. Grâce aux efforts des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, organisme non officiel regroupant des représentants des organismes provinciaux et territoriaux de réglementation du commerce des valeurs mobilières, le Canada est en voie de renforcer et de consolider son régime de réglementation[12].

---

(11) Le 31 août 2004, la Securities and Exchange Commission des États-Unis a publié le rapport d'un comité spécial d'Hollinger International (http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/868512/000095012304010413/y01437exv99w2.htm).

(12) Pour plus de détails, voir Tara Gray et Andrew Kitching, *Réforme de la réglementation des valeurs mobilières*, PRB 05-28F, Ottawa, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement, août 2005.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

les fusions et les acquisitions. Selon un rapport rendu public par la Commission des États-Unis, M. Black avait nommé la plupart des inistration, qui vraisemblablement n'allaient pas contester son pouvoir és. Toujours selon le même rapport, M. Black a extorqué des fonds à de frais de gestion, de paiements de consultation et de dividendes estime que M. Black et d'autres dirigeants d'Hollinger auraient en tout evenu net ajusté de l'entreprise entre 1997 et 2003, ce qui représente llars[11].

AIRE

a, la réglementation concernant les valeurs mobilières relève des uvernement fédéral réglemente la propriété des entreprises dans divers rovincial, aucune interdiction légale ne vise les structures à deux les entreprises qui émettent des actions. La Bourse de Toronto e restrictions précises. Cette situation tient peut-être à la faiblesse diennes au chapitre de la gouvernance d'entreprise – faiblesse qui la fragmentation du système de réglementation. Les commissions nobilières n'ont été créées que dans les années 1930. Pendant la plus dernier, la divulgation de renseignements par les sociétés était ctions reposant sur de l'information provenant d'initiés étaient légales. années 1960 que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ivulgation normalisée et a pris des dispositions pour freiner les est important de noter, toutefois, que le système de réglementation Grâce aux efforts des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, groupant des représentants des organismes provinciaux et territoriaux merce des valeurs mobilières, le Canada est en voie de renforcer et de réglementation[12].

---

urities and Exchange Commission des États-Unis a publié le rapport d'un comité rnational
chives/edgar/data/868512/000095012304010413/y01437exv99w2.htm).

oir Tara Gray et Andrew Kitching, *Réforme de la réglementation des valeurs* F, Ottawa, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du

Depuis les années 1960, les droits des actionnaires gagnent l reconnaissance au Canada, ce qui a incité la Bourse de Toronto et la C dispositions pour protéger les droits des détenteurs d'actions à droit de vote la Bourse de Toronto a exigé que les entreprises cotées ayant une struct d'actions fournissent une protection contre les prises de contrôle aux déte droit de vote ou à droit de vote restreint. Ces dispositions de protection per aux détenteurs d'actions sans droit de vote ou à droit de vote restreint de publique d'achat au même titre que les détenteurs d'actions à droit de vote s

Par la suite, la CVMO a établi que les détenteurs d'actions à avaient le droit de recevoir la même information que les détenteurs d'ac supérieur et le droit d'assister aux assemblées des actionnaires. En outre, réorganisation ou reclassification des actions ordinaires en actions à droit d être approuvée par la majorité des actionnaires minoritaires.

Plus récemment, la Bourse de Toronto a pris des dispositi plus grande transparence sur les marchés boursiers en créant de nouv désigner les actions conférant différents droits de vote. Les symboles Bourse de Toronto indiquent dorénavant si les actions confèrent un droit droit de vote unique ou pas de droit de vote ou si d'autres catégories d'act droits de vote ayant plus de poids. La CVMO exige également que les droit de vote subalterne précisent clairement que ces titres confèrent un droi

DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS

Les changements apportés au cadre réglementaire prévus pourront mener à un déclin de l'émission d'actions à droit de vote restreint au moins 70 p. 100 des capitaux investis dans les fonds canadiens exonérés les régimes de retraite et les régimes enregistrés d'épargne-retraite pers investis au Canada. Cette restriction a limité les options d'investissement d les a amenés à choisir des entreprises offrant des structures à deux caté maintenir une diversité adéquate dans les portefeuilles[13]. On peut croire ces restrictions, les investisseurs choisiront des entreprises étrangères co droits à leurs actionnaires et, par voie de conséquence, assurant des prati

---

(13) Shareholder Association for Research and Education, « Second Class Investors Subordinated Shares in Canada », avril 2004.

Depuis les années 1960, les droits des actionnaires gagnent lentement une certaine reconnaissance au Canada, ce qui a incité la Bourse de Toronto et la CVMO à prévoir des dispositions pour protéger les droits des détenteurs d'actions à droit de vote subalterne. En 1987, la Bourse de Toronto a exigé que les entreprises cotées ayant une structure à deux catégories d'actions fournissent une protection contre les prises de contrôle aux détenteurs d'actions sans droit de vote ou à droit de vote restreint. Ces dispositions de protection permettent généralement aux détenteurs d'actions sans droit de vote ou à droit de vote restreint de participer à une offre publique d'achat au même titre que les détenteurs d'actions à droit de vote supérieur.

Par la suite, la CVMO a établi que les détenteurs d'actions à droit de vote restreint avaient le droit de recevoir la même information que les détenteurs d'actions à droit de vote supérieur et le droit d'assister aux assemblées des actionnaires. En outre, elle a établi que toute réorganisation ou reclassification des actions ordinaires en actions à droit de vote restreint devait être approuvée par la majorité des actionnaires minoritaires.

Plus récemment, la Bourse de Toronto a pris des dispositions pour assurer une plus grande transparence sur les marchés boursiers en créant de nouveaux symboles pour désigner les actions conférant différents droits de vote. Les symboles de désignation de la Bourse de Toronto indiquent dorénavant si les actions confèrent un droit de vote multiple, un droit de vote unique ou pas de droit de vote ou si d'autres catégories d'actions sont assorties de droits de vote ayant plus de poids. La CVMO exige également que les émetteurs d'actions à droit de vote subalterne précisent clairement que ces titres confèrent un droit de vote restreint.

DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS

Les changements apportés au cadre réglementaire prévus dans le budget 2005 pourront mener à un déclin de l'émission d'actions à droit de vote restreint. Jusqu'à récemment, au moins 70 p. 100 des capitaux investis dans les fonds canadiens exonérés d'impôt, notamment les régimes de retraite et les régimes enregistrés d'épargne-retraite personnels, devaient être investis au Canada. Cette restriction a limité les options d'investissement des fonds de retraite et les a amenés à choisir des entreprises offrant des structures à deux catégories d'actions pour maintenir une diversité adéquate dans les portefeuilles[13]. On peut croire qu'après la levée de ces restrictions, les investisseurs choisiront des entreprises étrangères conférant davantage de droits à leurs actionnaires et, par voie de conséquence, assurant des pratiques de gouvernance

---

(13) Shareholder Association for Research and Education, « Second Class Investors: The Use and Abuse of Subordinated Shares in Canada », avril 2004.

d'entreprise plus fermes. Pour conserver leur clientèle d'investisseurs institutionnels, les entreprises canadiennes pourront subir des pressions particulières qui les inciteront à abandonner les structures à deux catégories d'actions.

L'adoption de la Loi Sarbanes-Oxley (LSO), aux États-Unis, en 2002, pourrait également entraîner une baisse du recours aux actions à droit de vote restreint au Canada, au moins dans le cas des grandes entreprises canadiennes, car la plupart de celles-ci sont également cotées en bourse aux États-Unis. La LSO prévoit une vaste gamme de réformes en matière de gouvernance d'entreprise et de divulgation de l'information aux États-Unis, notamment une divulgation obligatoire accrue, de nouvelles dispositions concernant la surveillance des conseils d'administration et des contrôles internes améliorés. La plupart de ces exigences s'appliquent également aux entreprises canadiennes qui ont des valeurs mobilières inscrites en bourse aux États-Unis. Si la LSO ne traite pas expressément de l'organisation du capital social, l'accent qu'elle met sur les pratiques exemplaires en matière de gouvernance d'entreprise et sur la surveillance plus étroite a amené certaines entreprises américaines à abandonner les structures à deux catégories d'actions. Pour conserver la confiance des investisseurs, les émetteurs canadiens se rendent compte qu'ils ont intérêt à suivre les pratiques exemplaires qui ont cours sur les marchés financiers aux États-Unis. Les organismes de réglementation mettent en œuvre de nouvelles mesures destinées à améliorer la gouvernance d'entreprise et le régime de divulgation au Canada.

CONCLUSION

Les structures à deux catégories d'actions présentent des avantages établis, mais les investisseurs s'y opposent de plus en plus. En bout de ligne, c'est le marché qui décidera si ces structures resteront en place. Par suite des changements apportés au cadre réglementaire, les investisseurs ne sont plus limités à l'univers étroit des entreprises canadiennes et ont la possibilité de chercher ailleurs. Si les marchés financiers favorisent les pratiques de saine gouvernance d'entreprise, notamment un accroissement des droits des actionnaires, davantage d'entreprises canadiennes vont certainement suivre le mouvement. Pour l'instant, l'opposition aux structures à deux catégories d'actions vient surtout des grands investisseurs institutionnels. Les investisseurs particuliers semblent accepter d'être privés de leurs droits – aussi longtemps que les actions donnent un rendement satisfaisant. De plus, comme les marchés financiers canadiens font nettement mieux que les marchés américains, les particuliers et les institutions semblent satisfaits d'investir au Canada, en dépit de leur opposition aux structures à deux catégories d'actions.